

互联网行业深度研究报告

直播电商——一场流量池与商品池的重新适配

推荐（维持）

- 直播电商被视作中国经济的新物种，但其实直播电商的本质是对古老的场景进行了现代化的升级。直播电商的底层逻辑，是“货找人”的新形态，是线上聚集的大规模流量池与零售的商品池进行重新的适配。直播带货、本地零售、下沉市场将持续成为2020年中国电商市场的三大增长引擎。而其中以直播电商参与的平台多，增长的速度快，行业的格局较为分散。本文专注于回答关于直播电商的三个问题：第一、今年的市场空间还有多大增量，平台、TP、MCN、品牌方，谁是利润丰厚的赢家？第二、在人-货-场的电商本质逻辑中，直播带货到底改变的是哪个环节？第三、在这场纷繁复杂的大PK中，产业链中的哪一段有望成长为优质赛道？
- 从GMV增速来看，直播电商远远跑赢中心化电商行业。但从效率来看，流量转化效率与商家营销效率双双低于中心化电商平台。大量品牌主寻求新的流量聚集渠道销售货品，直播带货就是这个处于风口的渠道。行业格局分散，市场同时具备增长及整合空间。我们认为直播电商目前处于用户购物心智的培育阶段，短期难以挑战中心化电商平台，但是将开辟新的购物场景以及大体量增量市场。
- 从产业链结构来看，红人-平台-品牌方构成“人-货-场”。平台掌握着流量分配的具体规则，处于行业最核心，品牌方具备控货与产品优势，直播带货未来的主流参与者，MCN与红人掌握前端的流量。我们认为电商直播实际上是对传统快消品广告+渠道的瓦解，本质上是流量池与商品池的高效适配。从产业链变迁来看，主要呈现两大趋势：一是从流量切入，站在流量池角度整合供应链，去进行商品的整合。以掌握了矩阵化网红的MCN公司为主，矩阵化网红形成稳定的流量池，以流量池为切入进行商品招商。二是从商品切入，站在商品池的角度整合流量端，以一些中小品牌自身或者大体量的盘货商为主，凭借对商品的了解，对价格的掌控，反向整合流量池。在产业链受益上，有选品和控货能力的MCN机构，有整合流量池能力的控货方，会成为获利深厚的两方。
- 横向比较美国MCN及直播电商行业，美国流量平台Youtube和Facebook一统天下，广告商业模式强势，电商缺乏土壤。美国的MCN分成来源单一，利润空间薄，运营成本重，成了其商业模式失灵的致命原因。中国直播平台与MCN一起探索出了‘直播带货’的创新模式。关于直播带货，造成中美差异的主要原因有三：第一，竞争环境、美国缺少独立电商平台，亚马逊一统天下。第二，供应链：美国相对集中，中国大规模长尾分散供应链。第三，电商环境：美国品牌自建电商，专注于垂直深耕式开发与提升。第四，美国广告单价较高，流量相对竞争缓和。
- 建议把握产业链上三条主线：第一，直播电商平台重点关注阿里巴巴、拼多多、京东、快手、抖音等；第二，MCN机构与品牌控货方迎来利好时期：关注华扬联众、壹网壹创、星期六等；第三，SaaS等第三方服务商：关注中国有赞、微盟集团等。
- 风险提示：疫情反复，宏观经济承压、电商行业竞争加剧、电商法趋严。

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
邮箱：gengchen@hcyjs.com
执业编号：S0360517100004

联系人：靳相宜

电话：010-66500831
邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	62	1.63
总市值(亿元)	9,020.5	1.35
流通市值(亿元)	6,654.13	1.36

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.88	17.58	12.67
相对表现	-7.38	16.97	3.39



相关研究报告

- 《互联网中概及港股2020年一季度报汇总之线上内容：流量洼地交棒，商业模式迎来前后浪交替》
2020-05-22
- 《阿里巴巴(BABA.N/9988.HK)4Q20FY业绩梳理及发布会纪要》
2020-05-28
- 《互联网行业2020年中期策略：前浪与后浪，商业模式的交替》
2020-06-17

目 录

一、直播电商：5G 与疫情共同催化下进入高景气周期，跑赢整个电商大盘	6
（一）从规模与增速来看，直播电商远远跑赢整体电商行业。	6
（二）疫情使得互联网行业汇聚了过剩流量，直播电商成为过剩流量加速变现的最好方式	6
1、短视频聚集了海量流量，积极探索广告外的其他变现方式。	6
2、电商平台货币化从图文向视频迁移，电商直播成为提升转化效率的工具。	7
（三）618 大促，催化直播电商进一步升级	7
1、阿里、京东、拼多多加码 618	7
2、中国消费者疫情后线上购物意愿增长尤为显著，电商购物渗透度进一步提升。	9
二、核心玩家与产业链结构	9
（一）红人及背后的 MCN 机构	10
（二）流量平台——“电商直播化”VS“直播电商化”，抖快淘拼京五大平台流量差异化导致了直播电商发展策略的不同	11
1、快手：去中心化的平台特质形成更包容和多元的电商生态	14
2、抖音：中心化的流量成为“爆款”的孵化池	17
3、淘宝直播	19
4、拼多多与京东直播	20
5、微信直播	20
（三）品牌方——控货与产品优势，直播带货未来的主流参与者	22
1、品牌方的盘货代理商——TP	22
三、直播带货的商业逻辑：流量池与商品池的配适。产业链中的哪一段有希望成长为优质赛道？	23
（一）直播带货商业逻辑梳理	24
（二）从商家营销效率（货币化率）看各方盈利能力	24
1、纯带货模式——导流至淘宝平台的 CPS 结算方式	25
2、纯带货模式——从内容平台引流到电商平台	25
3、纯带货模式——内容平台实现自我闭环	25
四、他山之石：美国直播电商发展的可能性探讨	26
（一）美国流量平台 Youtube 和 Facebook 一统天下，广告商业模式强势，电商缺乏土壤	26
（二）巨头纷纷入场社交电商，美国红人带货尚处于 1.0 时代	30
1、YouTube 带货潜力大，在美国、英国、日本、印度等市场，已成为品牌触达目标受众的重要渠道。	30
2、Facebook Shop	30
五、建议关注	32
（一）直播平台：阿里巴巴、京东、拼多多、快手、字节跳动	32
（二）MCN 与控货方	33

（三）第三方 SAAS 服务商.....	34
六、风险提示.....	35

图表目录

图表 1	中国直播经济市场收入（亿元）	6
图表 2	中心电商 2019 年市场份额 GMV 口径（亿元）	6
图表 3	电商与平台加码布局直播带货	7
图表 4	各大电商 618 主要活动梳理	7
图表 5	京东 618 明星直播课程表	9
图表 6	淘宝直播 618 暑期档	9
图表 7	直播电商行业产业链	10
图表 8	红人与 MCN 机构关系梳理	11
图表 9	2019 年到 2020 年五大直播平台的合作变迁	12
图表 10	核心电商 DAU	12
图表 11	核心电商日均使用时长	12
图表 12	各类平台 2015-2019 MAU（亿）	13
图表 13	直播领域各平台对比	13
图表 14	抖音和快手 MCN 机构入驻条件对比	14
图表 15	快手部分 MCN 扶持措施	14
图表 16	快手商业化变现途径与模式梳理	14
图表 17	快手头部电商服务商	15
图表 18	618 达人总榜（数据更新 2020.06.15）	16
图表 19	六大快手家族红人粉丝矩阵（万人）	16
图表 20	快手“去家族化”历史进程	17
图表 21	星图平台客户端	18
图表 22	星图平台达人端	18
图表 23	抖音星图平台简介	18
图表 24	抖音星图平台电商服务商及相关上市公司	19
图表 25	抖音头部代理商及相关上市公司	19
图表 26	阿里巴巴、京东 3P、拼多多营销与销售费用/GMV	20
图表 27	阿里巴巴、京东、拼多多获客成本（元）	20
图表 28	微信直播小程序页面	21
图表 29	垂直品类主要 TP 梳理	22
图表 30	代运营服务商信息整理	22
图表 31	流量池与商品池高效适配	24
图表 32	导流至淘宝平台 CPS 结算方式（假设 GMV 为 100 元，佣金率 20%）	25
图表 33	对于导流至其他平台的交易（假设 GMV 为 100 元，佣金率 20%）	25

图表 34	快手抖音平台自我闭环（假设 GMV 为 100 元，免佣金费）	25
图表 35	YouTube 订阅频道排行榜	26
图表 36	youtube MCN 发展史	27
图表 37	2018 年全美前十 MCN 排行榜	27
图表 38	2015-2019 年度谷歌营收情况	28
图表 39	YouTube 广告收入情况（亿元）	28
图表 40	行业社会零售总额 CR5	29
图表 41	拼多多 2017-2020 年季度 GMV	29
图表 42	各大电商所占流量份额	29
图表 43	美国前十大电商排名	29
图表 44	Facebook Shop 推广	31
图表 45	FacebookShop 实时购物功能	31
图表 46	FacebookShop 支付账单查询	31

一、直播电商：5G 与疫情共同催化下进入高景气周期，跑赢整个电商大盘

直播带货、本地零售、下沉市场将持续成为 2020 年中国电商市场的三大增长引擎。而其中以直播电商参与的平台多，增长的速度快，行业的格局较为分散。本文专注于回答关于直播电商的三个问题：

一、今年的市场空间还多大增量，平台、TP、MCN、品牌方，谁是利润丰厚的赢家？

二、在人-货-场的电商本质逻辑中，直播带货到底改变的是哪个环节？

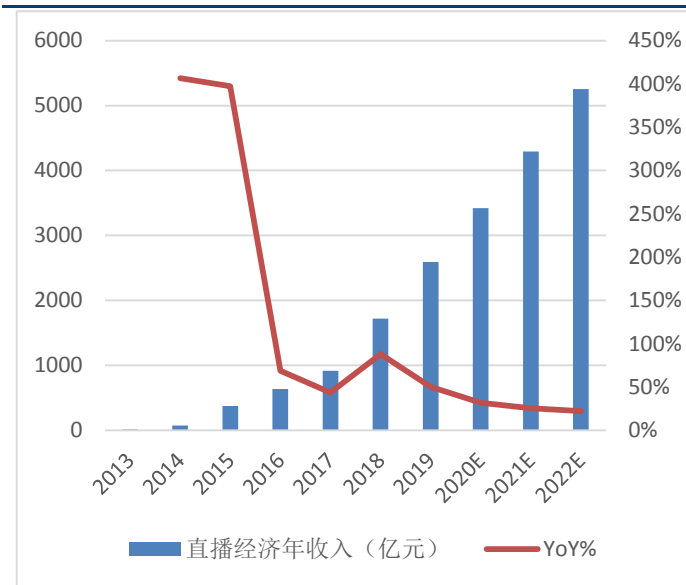
三、在这场纷繁复杂的大 PK 中，产业链中的哪一段有希望成长为优质赛道？

（一）从规模与增速来看，直播电商远远跑赢整体电商行业。

2018 年直播电商玩家较少，（根据《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》显示，2018 年淘宝直播平台直播带货达千亿），2019 年，整体市场规模在 3000 亿左右。根据 36 氪报道，2020 年快手+抖音+淘宝三家头部平台直播带货的 GMV 将超过 5000 亿。

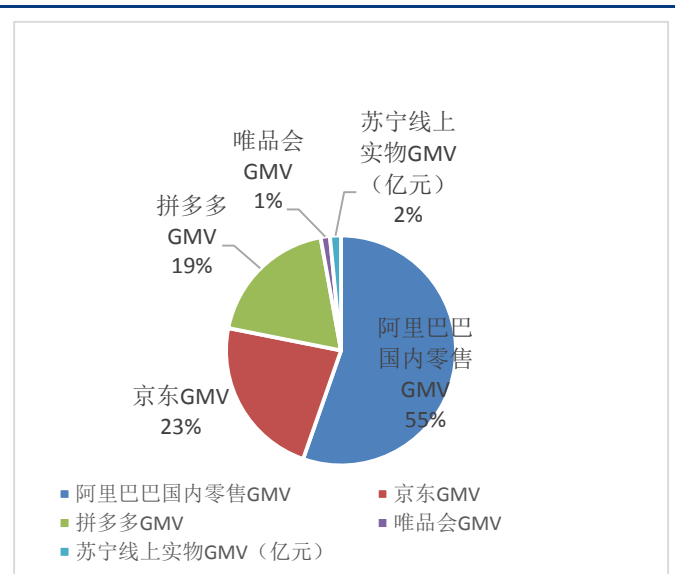
大量品牌主寻求新的流量聚集渠道销售货品，直播带货就是这个处于风口的渠道。行业格局分散，市场同时具备增长及整合空间。

图表 1 中国直播经济市场收入（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 2 中心电商 2019 年市场份额 GMV 口径（亿元）



资料来源：国家统计局、各公司公告、华创证券

（二）疫情使得互联网行业汇聚了过剩流量，直播电商成为过剩流量加速变现的最好方式

1、短视频聚集了海量流量，积极探索广告外的其他变现方式。

疫情影响之下，线上内容消费的高涨与线下经济的低迷造成了流量的供需失衡。一边是社交、长短视频、阅读、办公、教育等线上内容迎来爆发性增长，一边是中小企业大量萎缩，旅游、餐饮、购□减少造成广告支出缩减。疫情

恢复后，大量品牌主寻求新的流量聚集渠道销售货品。

2、电商平台货币化从图文向视频迁移，电商直播成为提升转化效率的工具。

淘宝直播成为阿里巴巴最有效的营销模式之一，估计 2019 年淘宝直播 GMV 超过 2000 亿。根据优大人数据显示，20Q1 淘宝直播共播放 175 万场，历史观看人次 34 亿。拼多多与微信小程序合作，强调以货为核心，注重品类耕耘，开启农产品品类“市长直播”、家电品类“国美合作直播”等模式。京东着力二次元虚拟偶像带货，凭借微信流量入口再创新高。

图表 3 电商与平台加码布局直播带货

	拼多多	京东	阿里巴巴	微信直播
直播流量 GMV	19 年 11 月 27 号首次直播试水，当晚超十万人观看	2019 年双十一期间，京东直播带货累计成交额环比 618 期间提升了 25 倍，并首次实现了品类的 100% 覆盖，自营品牌开播突破 60%	MAU4 亿 2019 年 GMV2000 亿	潜在流量；朋友圈 11.5 亿用户，公众号以及小程序 3 亿用户
转化链	KOL-商品-粉丝-购买	KOL-商品-粉丝-购买	内容-商品-购买	微信生态-内容-粉丝-购买
流量特点	打通微信小程序进行导流，通过微信生态分享实现裂变传播	全面开放浮现权。面向所有主播开放公域流量，	淘宝流量为主，主播流量呈现马太效应	微信的使用率高，从侧面拉升了流量，以小程序的方式进行直播提升微信公众号的使用率
扶持政策	直播百亿扶持计划	商家赋能“家赋能”计划，针对头部商家给予核心资源及补贴，孵化 100 个标杆商家，10 个亿级商家案例	直播平台首推、首页设置入口、猜你喜欢推送位置	平台提供的支付营销补贴、广告补贴、公域流量等
规划	直播不是独立业务，而是丰富品类和生态的一种手段	打造产业带直播节；投入亿级资源对商家和机构进行扶持	GMV 增长为主，有意识培育更多店铺直播	引力播计划，未来一年助力微信平台上 10 万商家更好地获取用户；扶持 1000+ 商家通过直播电商模式突破 1000 万年成交额

资料来源：公司财报、36 氪、公司官网、华创证券

（三）618 大促，催化直播电商进一步升级

1、阿里、京东、拼多多加码 618

天猫 618 预售业绩同比高增，消费电子、家电、美妆等品类表现最为突出。依据天猫官方消息，5 月 25 日，天猫 618 预售活动开启 1 小时，预售成交额同比增长 515%。品类上，消费电子、家电 3C 等行业均实现 7 分钟预售成交额达 1 亿，美妆 7 分钟破 5 亿；品牌上，27 个品牌预售 1 小时的业绩超去年全天交易额；预售 2 小时内，兰蔻、欧莱雅等品牌成交额突破 1 亿。我们认为，高增的预售业绩展现了用户强劲的消费需求。

图表 4 各大电商 618 主要活动梳理

电商	京东	天猫	淘宝	聚划算
整体大促时间	5 月 25 日起到 6 月 20 日	5 月 25 日-6 月 20 日： 第一波为“天猫 6.1 狂欢”；	5 月 29 日-6 月 20 日： 第一波为【开门红】；	5 月 25 日起到 6 月 20 日： 【第一波：聚划算 6.1 狂

电商	京东	天猫	淘宝	聚划算
		第二波为“天猫品类日狂欢”； 第三波为“天猫 618 狂欢”	第二波为【狂欢日】	欢】 【第二波：聚划算品类日狂欢】 【第三波：聚划算 618 狂欢】
活动时长	27 天	27 天	23 天	27 天
直播活动	30 万场次直播, 京东零售和快手“双百亿补贴”百, 单日直播带货达 14.2 亿。	618 晚会: 6 月 18 日晚会之前会有 6 月 4 日晚会开场秀以及 6 月 16 日晚会盛典两大核心点贯穿 618 营销全程; 6 月 16 日, 晚会将在江苏卫视黄金时段三个小时播出, 天猫、淘宝、支付宝以及小红书、抖音、B 站、微博等平台同步直播。		
直播明星数量	100+	300+, 600+位总裁		
明星引入直播间方式&代表	主题+多平台直播: 京东直播在 618 期间设置了“你热爱的音乐现场”、“你热爱的国货爆款”、“你热爱的明星网红”、“你热爱的特产好物”四个版块, 直接打通站内站外, 京东、快手、抖音、微视、B 站等视频平台全网连麦; 邀请傅首尔、范丞丞、古力娜扎、金靖、禹兮, 以及总裁空降直播间	官方直播间: 乔振宇, 郑爽, 迪丽热巴	主播直播间&品牌直播间: 朱一龙, 吴亦凡, 宋茜, 李易峰, 李湘等	主打明星的沉浸式直播: 刘涛(刘一刀), 景甜, 任嘉伦, 李好, 张云龙等
618 期间战绩	从 6 月 1 日到 6 月 18 日下午两点, 累计下单金额达到 2392 亿元。当天, 正是港交所挂牌上市, 首日高开 5.75%, 报 239 港元。按照开盘价计算, 总市值达到 7068.12 亿港元。	6 月 1 日零点, 2020 年天猫 618 强劲开局。开场 89 分, 成交额达到 20 亿元。6 月 16 日, 天猫宣布已有 13 个直播间成交过亿。6 月 18 日凌晨第一个小时, 天猫 618 的销售额同比增长 100%。	淘宝直播 6 月 1 日一天引导成交支付金额超过 51 亿元, 20 多个品牌、商家及主播的淘宝直播间成交超过 1000 万元	618 期间刘涛一共将联播 4 场。5 月 14 日在聚划算百亿补贴的官方直播间首次直播带货, 交易总额达到 1.48 亿, 吸引超过 2100 万人观看。618 首日, 聚划算上诞生了华为、小米等 10 款千万爆品, 3000 多款大牌尖货售罄。

资料来源: 各平台官方信息整理, 华创证券

图表 5 京东 618 明星直播课程表

京东 618 17 th 周年庆 618 明星直播课程表	
5.29 综艺狂欢趴 傅首尔&肖骁	6.11 邓莎/傅孟博/张亮
5.31 韩庚/马布里&王猛	6.12 北京卫视“随”起热爱就现在-张国立&郑爽&王子异&尹正&惊喜嘉宾
6.01 范丞丞/傅首尔/郭俊辰/金霏&陈曦/李娜/彭昱畅/任嘉伦/王凯/王珞丹/王莎莎/袁弘/张天爱/青春有你2-张钰/张云龙/张颜齐	6.12 刘烨/魏大勋/钟意
6.02 陈坤/2020创造营-王艺瑾&希林娜依·高/奇葩说-小黑/魏哲鸣/朱一龙	6.13 前浪演唱会 郑钧
6.03 傅首尔/冉高鸣/吴哲晗/俞灏明/张雨剑	6.13 草莓音乐节·京东直播站
6.04 NV哥/吴尊	6.14 草莓音乐节·京东直播站
6.05 古力娜扎/青春有你2-王清&张钰/王晓晨/辛芷蕾/张歆艺	6.14 程璐&思文/春妮/沈涛/孙越/王耀庆/熊黛林
6.06 张雨剑	6.15 陈妍希/傅首尔/李现/林更新/万茜/张天爱
6.07 前浪演唱会 二手玫瑰	6.16 顾如晶/郑云龙
6.07 陈飞宇/古力娜扎	6.17 京东618，一起热爱叭
6.08 丁飞俊/孟美岐/乔振宇/谭松韵/吴宣仪/熊梓淇/顾如晶	6.17 胡可/金霏&陈曦/蓝盈莹/佟丽娅/青春有你2-王清&张钰/吴昕/郑恺
6.09 陈晓/吉娜&李艾/黄执中/李小猫/李鑫一/许光汉/夏瀚宇	6.18 前浪演唱会 崔健
6.10 大王/冯绍峰/金靖/面孔乐队/汪苏泷/杨子姗/尹正/张绍刚	6.18 阿云嘎/迟志志/马思纯/R1SE&魏晨&X玖少年团&赵露思/宋轶/汪苏泷/杨紫/岳云鹏/曾舜晞

图表 6 淘宝直播 618 暑期档

天猫618淘宝暑期档：300明星齐开播！						
星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
杨颖吴青峰 黄明昊 陈奕迅 刘涛 吕燕 官鸿 熊梓淇 马思纯 伊能静 王凯 吴敬熙	叶一茜+李文 陆灵宝可莎 洛天依中华小当家	迪丽热巴 鹿晗 吴亦凡 旅行团乐队 李易峰 古力娜扎 鹿晗	林依轮 宋威龙 吉娜 程潇 可乐 MIA 黄旭熙 麦迪娜	马思纯+金靖 宋威龙 李易峰 曾可妮 韩东君		
王耀庆+王雷 袁姗姗+徐若瑄 钟楚曦+陈火火 戚薇	朱丹 古力娜扎	毛不易 宋威龙 傅健翔 田亮 叶一茜	吴磊 罗云熙 金靖 陈赫兄弟 李尚龙 王嘉尔	邓紫棋 蔡文文 周洁琼 赵薇 沈璐 潘强如		
李易峰 洛天依	华晨宇 李易峰+火童 少女钟楚曦 古力娜扎	李现 李娜 郭晶晶 佟丽娅	吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘以伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 梁朝伟 秦霄贤	王晨艺 虞书欣 陈立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊		
范丞丞 阴阳师 王大陆	林更新 傅首尔夫妇 刘人语 矢野浩二	吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘以伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 梁朝伟 秦霄贤	王晨艺 虞书欣 陈立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊			
21 五月	22 初二	23 初三	24 初四	25 初五	26 初六	27 初七
28 初八	29 初九	30 初十				

资料来源：京东微博、华创证券

资料来源：淘宝微博、华创证券

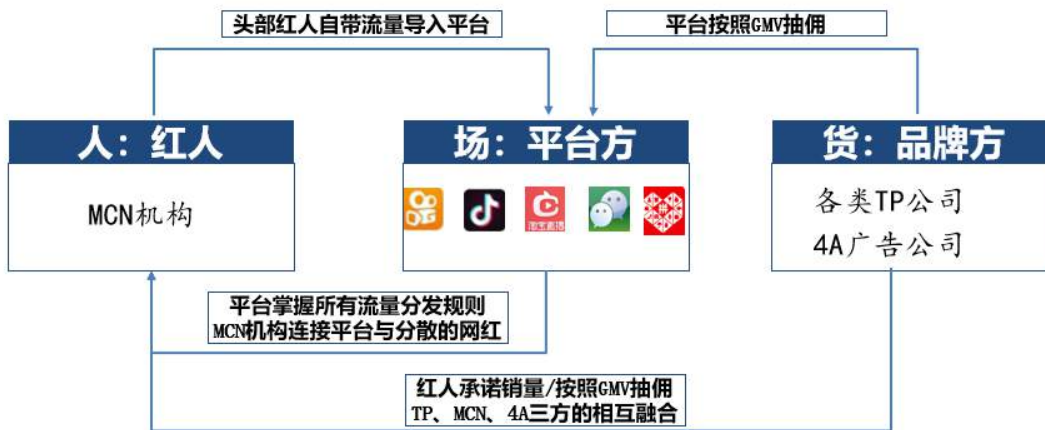
2、中国消费者疫情后线上购物意愿增长尤为显著，电商购物渗透度进一步提升。

5月20日，凯度咨询发布了关于疫情后中国消费者购物习惯变化的调查研究报告。调查时间为5月7日至5月11日，参与调查的对象包括中国1-5线的247个城市的2000名18-64岁消费者。其中疫情前后消费意愿有所提升的比例达58%，大幅减少的比例仅为1%。依据凯度数据，消费者在不同渠道购买的频率处于变化中，超过74%的用户表明会增加网购这个渠道的使用比例；80后、90后中网购渠道的偏好也更加明显，分别达到76%和77%。我们认为，疫情对实体购物场景的限制下，中国消费者线上购物习惯加速形成，电商渗透率将进一步上升。

二、核心玩家与产业链结构

电商销售的本质逻辑是：“人-货-场”，在直播带货行业中，“人-货-场”的构成则是：红人-平台-品牌方。一端是红人、达人、明星，这些人有粉丝有流量可以直播销售物品，另一端是各种品牌商，这些人商家需要寻找新的流量聚集的渠道去销售自己的货物。红人与品牌方中间是平台，平台作为流量的汇聚地与交易发生的场所，掌握着流量分配的具体规则。

图表 7 直播电商行业产业链



资料来源：华创证券整理

（一）红人及背后的MCN机构

红人一侧的控制能力不是核心的竞争壁垒，做产品的供应链整合，选品，包装产品，以及后端的快递物流和售后是更重要的竞争要素。因为单体红人带货被时间空间限制，其经营杠杆很小，红人本身具有一定生命周期，单体红人的商业价值持续性很弱。MCN机构可以用买量、打榜等流量运营手段培育红人的粉丝量，同时上线一批红人，对于最终走出来的红人继续加大投入。MCN机构正在弱化红人的重要性。商品端，MCN机构以机构名义签约品牌商，定制年度销售框架等，为旗下红人供货，形成直播带货的闭环模式。

MCN的出现满足了UGC、PGC和PUGC等网红KOL的需求：

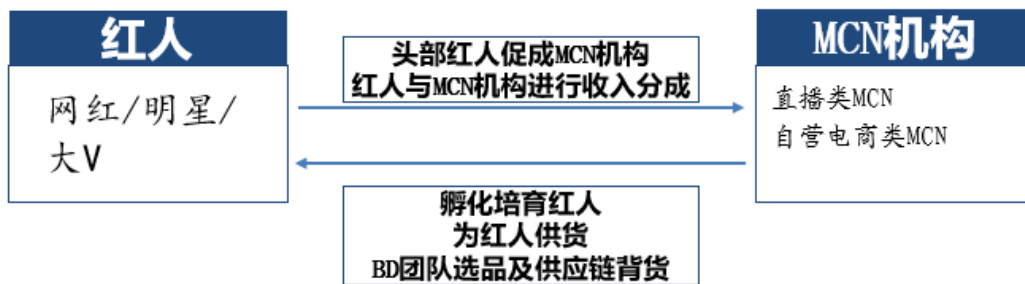
- 抖音、快手、微博、B站、小红书、微视等UGC平台需要海量的优质内容
- 平台上的网红、大V需要对大量流量进行变现

MCN机构首先签约或孵化红人，通过KOL创作以获得内容，再对内容进行专业化的运营分发，最后获得流量来进行变现赚取收入。在变现模式上，通常有直播、电商和广告/营销服务、内容付费等几种获得收入的模式：

- **直播类MCN**，代表机构包括无忧传媒、热度传媒等。无忧传媒是一直播第一大直播公会，同时也在抖音、快手等平台开展直播业务。MCN主要收入来源是虚拟礼物的平台分成，以及部分“艺人”的经纪合约带来的收入分成。直播类MCN门槛相对较低，天花板较低。
- **自营电商类MCN**，代表机构包括如涵电商、杭州宸帆、索星文化等。如涵是微博红人张大奕、莉贝琳、大金等所属的MCN公司，协助红人运营其社交媒体账号及线上店铺。MCN主要收入来源是产品销售收入，红人一般从销售收入中进行分成。电商类MCN数量较少，产业链深度较深，比较稳定可持续，天花板取决于商品品类和品牌力。
- **广告/营销服务类MCN**，代表机构如papitube、蜂群文化等。这是最为普遍的一类MCN公司，一般都签约众多“账号”组成“矩阵”，通过运营这些账号获得更多流量，然后通过广告或营销业务进行变现。例如蜂群、鼓山、楼氏文化等早期MCN公司都拥有大量“账号”，典型的是段子手类型的账号，通过接广告获得收入；例如papitube这类MCN是签约红人，协助红人进行内容创作并对接广告业务，通过广告或营销服务获得收入分成。

虽然不同类型的 MCN 机构主要收入来源不同，但是往往通过多种方式多管齐下获取收入，且目前平台补贴占据重要地位。根据克劳锐发布的《2019 年 MCN 行业发展研究白皮书》，MCN 机构中通过广告营销获取收入的比例最高，高达 80.6%；平台补贴占比 48.4%，意味着近半机构获得了内容平台的补贴激励；内容电商和课程销售分列三、四位，占比分别为 35.5%和 22.6%。

图表 8 红人与 MCN 机构关系梳理



资料来源：华创证券整理

（二）流量平台——“电商直播化” VS“直播电商化”，抖快淘拼京五大平台流量差异化导致了直播电商发展策略的不同

作为交易发生的主要场所，直播电商的前世今生实质上反应的是流量洼地的更迭。短视频的崛起以及电商的高速增长使得线上流量出现了平台性的迁移，洼地出现迭代，流量变现的商业模式迎来前后浪交替。我们梳理了引领直播带货的主要平台，会发现无论从 DAU 还是从时长的规模性增长来看，都是流量的洼地，主要衍生出了直播电商平台的两股力量：以抖音快手为主的短视频平台、以淘宝拼多多京东为主的电商平台。这两大类平台所面临流量的差异化和商业化的区别，导致了对直播电商发展策略的不同路径。

“直播电商化”：跟商品相对应，这类流量主的生态位是在流量侧。这类流量主的代表是两大短视频平台快手、抖音。

“电商直播化”：生态位处在商品侧，这类流量主的代表就是淘宝、京东、拼多多、唯品会中心电商平台。核心优势为供应链和专业，包括选品、品控、履约、客服

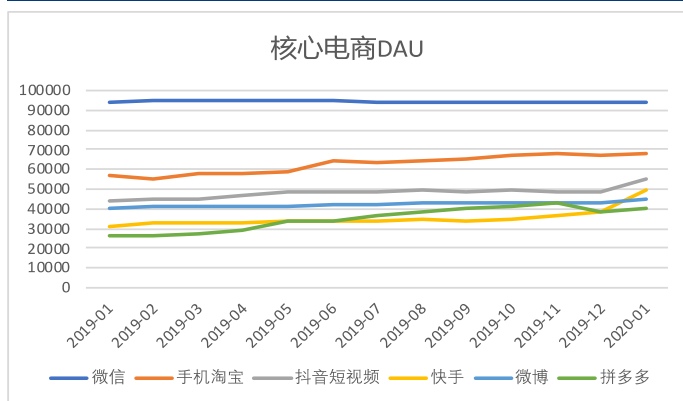
两大类平台又隶属于不同的互联网头部阵营，从 2019 年到 2020 年上半年，随着抖快的迅速崛起，两大阵营从合作转为逐渐脱钩，6 月 18 日抖音宣布自建电商，标志着直播平台之间的彻底对抗逐渐明朗。

图表 9 2019 年到 2020 年五大直播平台的合作变迁



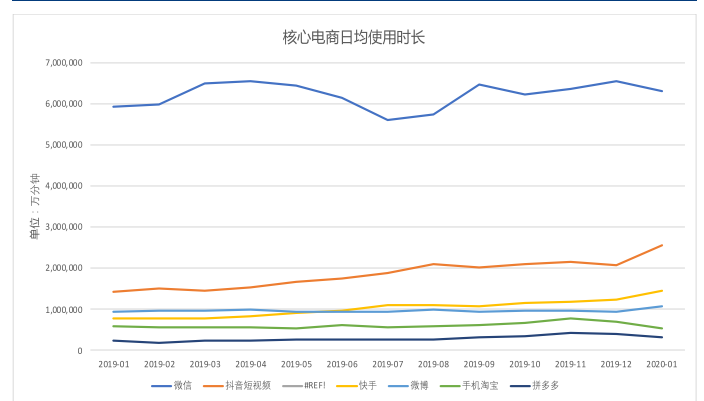
资料来源：华创证券整理

图表 10 核心电商 DAU



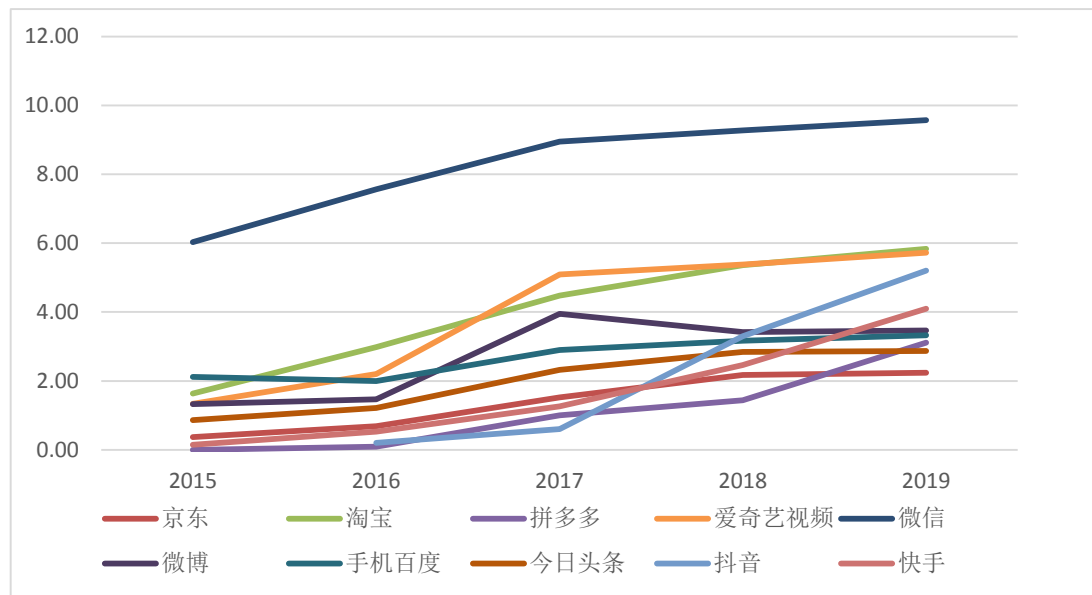
资料来源：QuestMobile、华创证券

图表 11 核心电商日均使用时长



资料来源：QuestMobile、华创证券

图表 12 各类平台 2015-2019 MAU (亿)



资料来源: Questmobile、华创证券

图表 13 直播领域各平台对比

平台	淘宝	快手	抖音	拼多多	微信
商品价格区间		30-80 元	价格较快手贵一点		
竞争特色	卖货速度快: 10 个/时; 顾客消费认知成熟, 多来源于一二线城市;	成本低, 价格低, 新货为主, 并不是尾单; 短视频稳定, 不会爆; 直播转换好于抖音; 目前淘宝链接占快手 15% 以下, 依赖较弱;	流量偏重公域; 对淘宝依赖较弱;	团队年轻, 萌芽阶段; 产品价格优势明显, 易通过直播出货; 同时在线营业主播数量少	与遥望网络合作 腾讯直播预计今年落地
目前存在的问题	粉丝集中头部 MCN top 2, 拿粉丝难以实现; 平台内部拉新成本高: 对于头部过于依赖: 品牌商冲量只能依靠头部 top2, 其他平台可通过小头部和腰部出货;	淘宝部分链接上快手有障碍, 且 20% 至 30% 的快手用户无支付宝, 在主播提供双链接的条件下, 淘宝链接转化率不高	直播比快手难; 短视频容易爆, 不稳定; 电商系统呈现弱势	完成度低; 仿照淘宝, 缺乏独特的竞争优势	多依靠线下用户; 价格敏感度; 无独立平台, 无法捕捉服务私域的机会;
分成模式	坑位费+佣金	佣金 5%, 后台返点 (评分高的话 100% 返点)	广告	-	-

资料来源: 36 氪、各公司官网、华创证券

两大核心短视频平台标志着截然不同的流量分配方式——抖音电商和快手电商的核心区别是什么？

1、快手：去中心化的平台特质形成更包容和多元的电商生态

相对于抖音，快手平台的内容推荐具有更为去中心化的特点，对于长尾包容性更强。从入驻条件上看，抖音要求申请入驻的 MCN 机构的达人数量至少 5 个，达人总粉丝量不小于 1 万，而快手对达人数量和粉丝量均未做要求，MCN 机构的入驻门槛更低。从签约达人上看，快手官方不会自己签约达人，也严禁 MCN 签约站内达人，为 MCN 机构，尤其是后期进入快手的 MCN 机构和平台上的长尾 MCN 机构创造出更为包容的生态环境。而抖音，在官方直签红人的同时不允许 MCN 签约抖音上超过 5000 粉丝的红人。

图表 14 抖音和快手 MCN 机构入驻条件对比

抖音	快手
 <p>账号状态正常，并且实名认证手机号</p> <p>达人数量至少 5 个，并且与 MCN 签订盖章合同</p> <p>MCN 机构无违规行为，旗下达人总粉丝量不小于 1 万；同一营业执照下，只允许一个 MCN 主体入驻</p>	<p>申请成为快手机构合作伙伴，需要满足如下基本条件：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 拥有正规营业执照的实体公司/机构，且具有服务类的增值税专用发票资质； • 在自己内容领域持续产出优质内容； • 与旗下子账号有签约，对子账号的内容生产有掌控力； • 申请机构中有专人负责快手平台运营； • 待申请机构旗下账号无抄袭、发布不雅内容、违反国家政策法规等违规记录；

资料来源：抖音官方网站、快手 APP 官方指南、华创证券

为实现 3 亿 DAU 目标，快手提出共建合作伙伴关系战略，出台多项措施扶持 MCN 机构。快手于 2018 年 7 月开始接入 MCN。2019 年 7 月，快手提出春节前实现 3 亿 DAU 的目标，而基于助力 KOL 账号发展、引导 MCN 机构了解平台规则和丰富内容供给侧三大诉求，MCN 机构成为快手实现目标的重要突破口。快手提出和 MCN 机构一起成长，从传统的签约模式转变为合作伙伴关系的战略。在实际落地上，快手出台了官方认证讲师培训、优质内容助推等扶持措施，助力 MCN 机构在快手生态圈快速成长。

图表 15 快手部分 MCN 扶持措施

扶持措施	详情
官方认证讲师计划	通过官方认证讲师培训，让更多人知道如何制作、传输优质内容
优质内容助推计划	在账号冷启动时，通过流量补贴、站内热词资源曝光、机构达人榜单等方式进行背书，帮助优秀的 MCN 在快手，乃至在全网得到认可

资料来源：快手 APP 官方指南、华创证券

快手平台 MCN 机构变现途径多样，目前主要分为六大类：第一、快手小店，小黄车，电商；第二，快接单；第三，创作者激励计划；第四，快手课堂，主打黏性很强的私域流量变现；第五，粉丝头条的年框福利；第六，直播+。

图表 16 快手商业化变现途径与模式梳理

变现渠道	变现模式
快手小店、小黄车	通过短视频为电商导流，获取提成收入
快接单	是面向快手网红的推广接单功能，快手上的网红可以通过“快接单”功能接受广告主发布的 App 应用/品牌/电商推广等订单，拍摄视频或通过直播完成订单，以获得相应的推广收入。截至 2019 年 10 月，创作者分成累计超过 10 亿元
创作者激励计划	AI 自动匹配私域流量用户感兴趣的广告投放，创作者不需要专门拍摄商业视频、不需要单独拓展广告主资源，可以让创作者零门槛切入潜力无限的短视频社交市场，获得持续收益。

快手课堂	主要是内容付费，此外知识型的机构或者达人可以通过快手课堂平台进行变现
粉丝头条的年框福利	只要进入后台就会有相应的折扣
直播	除了电商带货以外，在直播领域探索更多变现的手段和方式

资料来源：快手APP 官方指南、华创证券

快手于2018年12月引入首批电商服务商，目前电商服务商超千家，并涌现出多家具有很强运营能力的头部MCN机构。其中，星期六(002291.SZ)子公司遥望网络曾连续四月占据快手月度MCN影响力榜单第一，如涵控股于2019年4月在美国纳斯达克上市。

图表 17 快手头部电商服务商

	上市公司	关联上市公司（A股）	占股
杭州遥望网络科技有限公司		星期六(002291.SZ)	89%
杭州如涵控股股份有限公司	纳斯达克上市，RUHN		
杭州达喀电子商务有限公司（网红猫）		京东	
北京金镭互动网络科技发展有限公司			
杭州创年网络科技有限公司（卡美啦）			
深圳小电铺科技有限公司			

资料来源：快手APP 官方指南、华创证券

当前的快手现凭借 MAU 超 3 亿、直播 DAU 破 1 亿的用户基数成为全国最大的直播平台。直播是快手较早也较为成熟的变现方式，2016 年 4 月即上线了直播功能，今年的 KPI 达 300 亿（头条系直播 KPI 200 亿），是国内直播领域当之无愧的王者。电商直播方面，快手直播年带货量级约数百亿，仅次于淘宝直播，是内容平台探索直播带货模式的最大惊喜。

主流价格区间位于 30 至 80 元之间，信任度高一些可以继续卖更高价格的东西。快手真正主流的不是卖尾货，还是新货为主。快手的优势是直播转化比抖音好。

快手的商业化布局从最初依靠“六大家族”走向“业家大佬+快手达人+专业主持人”直播带货的新模式。“家族化”使得快手在直播的道路上高歌猛进，成功跻身于直播带货行业的前三甲。快手平台上有“六大家族”，分别是：以辛有志为首的 818 家族，散打哥的散打家族、二驴的驴家班、方丈的丈门家族、张二嫂的嫂家军，以及祁天道（因诈骗入狱，已经全网被封）的牌牌琦家族。目前六大家族粉丝总量加起来已经超过了 8 亿。除了散打哥出身于广东，其他的五大家族全部来自东北地区，自然将根深蒂固的师徒、家族文化演变成公司的观念，从线下移植到线上。快手系的主播带货能力超强，远超淘系 top2。根据天猫 618 达人榜的最新数据显示，辛巴家族中的辛巴、初瑞雪、蛋蛋小盆友包揽前三，家族成员在前 10 榜单中占据 6 席，李佳琦排名第 20。快手家族的垄断激化了平台的“阶级固化”，导致新人难以抢占流量、有些 MCN 入驻快手担忧重重、监管压力升级等问题加剧平台风险。对此，快手出台一系列措施“去家族化”，弱化家族的概念。众所周知，早在 2018 年 7 月，快手就推出 MCN 合作计划，以便更好地规范红人管理和创作。19 年 12 月，快手力图通过鼓励签约中腰部主播来扶持新的头部势力。2020 年，快手开始大范围扶持商家号，引进明星、主持人、企业家，比如周杰伦、华少、董明珠等外部流量。目前，快手还

在依靠头部主播帮助来到快手的的企业家和明星,并且向“企业家大佬+快手达人+专业主持人”同场带货的新模式出发。在这种模式下,快手达人和专业主任分工明确,分别负责卖货和控场。在刚刚结束的6月16日晚首场促销活动“京东快手品质购物专场”中,辛有志联袂快手电商代言人张雨绮一同在快手直播带货,为购物节加码。快手真正意义上并不是强调“去家族化”,而是在双方遵守商业规则的前提下,通过种种方式帮助平台与主播实现互惠互赢,全面发力直播带货。

图表 18 618 达人总榜 (数据更新 2020.06.15)

排名	达人昵称	粉丝数量
1	辛有志 辛巴 818	4784 万
2	初瑞雪大号	-
3	蛋蛋小盆友	987 万
4	时大漂亮	936 万
5	张庭	-
6	爱美食的猫妹妹	3097 万
7	徐婕	-
8	朱瓜瓜●今天请假啦	138 万
9	罗永浩	1168 万
10	陈三废 gg	1975 万
11	韩国媳妇大璐璐	671 万
12	白菜省钱君	258.7 万
13	小屁屁找	65 万
14	白菜	-
15	阿纯是打假测评家	654 万
16	白菜	278 万
17	豆豆_Babe	864 万
18	炫迈妹儿 it (口香糖)	14581640
19	华美	-
20	李佳琦 Austin	437 万

资料来源: CBN Data、钛媒体、华创证券

图表 19 六大快手家族红人粉丝矩阵 (万人)

家族/主 播	粉丝数	家族/主 播	粉丝 数	家族/主 播	粉丝 数	家族/主 播	粉丝数	家 族 / 主 播	粉 丝 数	家 族 / 主 播	粉丝数
辛巴家族		散打家族		二驴家族		方丈家族		张二嫂家族		牌牌琦家族	
辛巴	4761	散打哥	5066	二驴的	4065	FZ 方丈	3013	张二嫂	3157	牌牌琦	-
爱美食的 猫妹妹	3150	小沈龙	1960	驴嫂平荣 JLV	2192	王小国	1492	胡闹	915	小伊伊	3634
初瑞雪	2617	户外发	1054	爽儿户外舞 蹈第一人	1154	李舒克	800	贺仔	630	兮妹儿	738
陈小硕	1829	我是真真 姐	1039	LV 阿宇送 黄金	1038	郭天龙	637	吴老二	598	金牌志虎	550

家族/主播	粉丝数	家族/主播	粉丝数	家族/主播	粉丝数	家族/主播	粉丝数	家族/主播	粉丝数	家族/主播	粉丝数
蛋蛋小盆友	1340	辰轩	660	驴家小胖子	854	小杜凤儿	515	杨妹儿	356	晓亮	380
韩佩泉 (改名韩美娟)	1263	南龙	547	桐桐是谁吖 JLV	735	小根哥	223	思文儿人 还行	298	雅儿	342
总计	2.1 亿		1.28 亿		1.23 亿		8474 万		9071 万		6452 万

资料来源：CBN Data、快手APP、华创证券

图表 20 快手“去家族化”历史进程

时间	措施
2019 年 12 月	宣布将推出直播公会体系，重点鼓励公会签约和运营粉丝在 1 万至 50 万之间的中腰部主播
2020 年 3 月	向平台上的创作者发布通知，将严格限制未经官方承接的非合规商业内容 对影响范围较大的部分用户的连麦 PK 卖货行为进行规范
2020 年 5 月	启动商家号服务商招募计划
2020 年 6 月	与周杰伦、郑爽等明星签约合作，聘请张雨绮为首位“快手电商代言人” 针对“服务商”与“商家”推出“破晓计划”，发布八项现金补贴政策 快手与江苏广播电视总台签署协议，双方将在媒体 MCN 建设等方面推进合作，未来一年将引入至少 100 个媒体 MCN

资料来源：CBN Data、钛媒体、华创证券

2、抖音：中心化的流量成为“爆款”的孵化池

抖音的带货在慢慢起来，价格带比快手高一点。抖音直播比快手难做，但是也在快速起（有几个跑出来了），抖音的流量更公域，来得快去的也快。抖音短视频波动比较大，容易爆但是不稳定。每天播的话直播也还可以，但是不如快手；和产品特性有关，比如弹幕观看，弹幕量大之后快手比较舒服（自动过滤+5S 延迟）。抖音是星图广告抽钱，带货不抽钱。抖音的电商系统并不好，对淘宝的依赖也不强。

抖音的流量结构，与其他短视频相比，呈现出极度的中心化趋势。根据海马云大数据《2018 抖音研究报告》显示，抖音 2.7%的头部视频，拥有 80%以上用户的关注和参与；粉丝数超过 1 万的头部用户仅为 4.7%，整体用户覆盖率却高达 97.7%。

中心化的流量带来极高的曝光率，成为“爆款”视频的孵化池。抖音将算法认为最匹配的视频推荐给用户，而中心化的流量特点使得原本优质的、具有曝光度的视频能够获得更高的曝光度，被更多人看到。灵魂当铺发布的第一条视频在一天一夜内涨粉 420 万，“暖男先生”发了第一条短视频后 14 天便涨粉 800 万，“回形针 PaperClip”春节期间发布的硬核科普视频《关于新冠肺炎的一切》在抖音涨粉 160 万，占据各渠道累计涨粉总数超过三分之一。这些涨粉的案例表明了抖音在打造“爆款”视频上的强大实力。

针对品牌主营销和达人变现需求，抖音上线星图平台。2018 年 9 月 3 号，抖音正式上线“星图平台”。星图平台是抖音的官方推广任务接单平台，与微博微任务以及快手快接单功能类似，通过为品牌主、MCN 公司和明星/达人提供广告任务撮合来收取分成或附加费用。星图平台可帮助达人客户发布需求，选择契合的明星/达人实现内容营销，

进而进行营销数据分析、财务管理；帮助 MCN 公司或明星/达人在承接订单后查看需求及对应分析信息。星图平台作为中介方，实现内容交易过程中多重交易角色的连接，从而降低各方沟通成本，提高营销效率。

图表 21 星图平台客户端



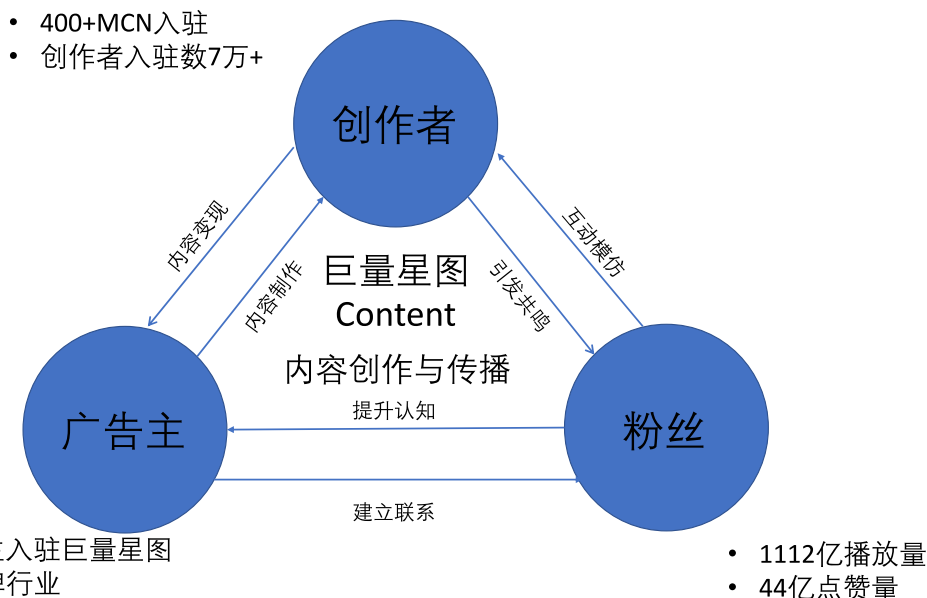
资料来源：星图平台、华创证券

图表 22 星图平台达人端



资料来源：星图平台、华创证券

图表 23 抖音星图平台简介



资料来源：星图平台、华创证券

根据抖音官方公告，抖音通过竞标先后选出了共 9 家星图平台官方服务商，其中 5 家是上市公司或有上市公司持股。深圳钛铂新媒体营销股份有限公司和上海众引文化传媒有限公司都是新三板上市公司，北京映天下网络科技有限公司由映客（03700.HK）和天下秀（600556.SH）分别持股 24% 和 16%。

图表 24 抖音星图平台电商服务商及相关上市公司

	上市公司	关联上市公司	占股
北京头条易科技有限公司		人民网（603000.SH）	2%
深圳钛铂新媒体营销股份有限公司	新三板上市，新媒体（838835）	省广集团（002400.SZ）	20%
上海众引文化传媒有限公司	新三板上市，众引传播（833402）		
北京明亮的星文化传媒有限公司		美图（Meitu）	16%
北京映天下网络科技有限公司		映客（03700.HK）、天下秀（600556.SH）	24%、16%
北京天空引擎广告有限公司			
懂构网络科技（上海）有限公司			
天津火星文化有限公司			
全能偶像（北京）文化传媒有限公司			

资料来源：抖音官网、华创证券

图表 25 抖音头部代理商及相关上市公司

	上市公司	关联上市公司
蓝色光标	蓝色光标（300058.SZ）	
省广集团	省广集团（002400.SZ）	
群邑集团		WPP 集团(NASDAQ: WPPGY)
华扬联众	华扬联众（603825.SH）	

资料来源：抖音官网、华创证券

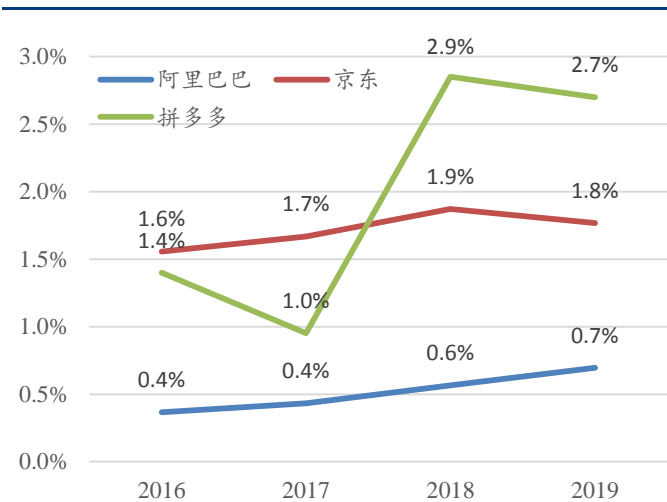
3、淘宝直播

2016 年阿里开启了淘宝内容电商化的步伐，后成立了专门的内容营销（电商）事业部，短视频和电商成为最重要的业务线。淘宝直播是阿里流量焦虑下最好的解药。淘宝直播引领了整个电商直播行业，2018 平台业务呈现极强的爆发性，一年带货达千亿，产品类型丰富，更具多样性。

淘系内部拉新成本较高，根据财报核算，阿里巴巴平均新客获取成本 2019 年为 123 元人民币，获取粉丝成本较初期提升。淘宝直播流量多来自于淘系内部流量而非外部流量，但是依靠大阿里生态，数据等多维度的运用带来了精准营销，淘宝的卖货速度很快，平均每小时可卖出 10 件，高出快手一倍。用户多来自一、二线城市，消费认知更加成熟。

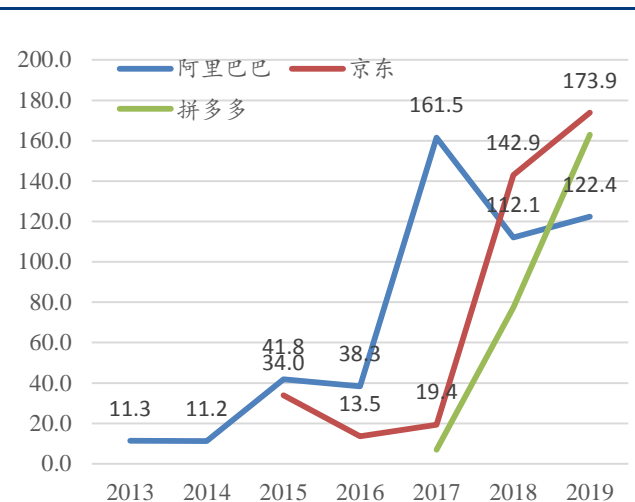
淘宝直播马太效应较为严重，2020 年 Q1 数据显示，薇娅和李佳琪两人包揽淘宝直播超过 10% 的 GMV 占比。因此带货方面，形成了头部品牌效应为主，中尾部带货为主的格局。对于品牌商，冲量只能依靠李佳琦、薇娅等直播达人实现，其他平台可以通过小头部或者腰部 KOL 出货。

图表 26 阿里巴巴、京东 3P、拼多多营销与销售费用/GMV



资料来源：相关公司公告，华创证券

图表 27 阿里巴巴、京东、拼多多获客成本（元）



资料来源：相关公司公告，华创证券

4、拼多多与京东直播

在淘宝直播享受直播红利的同时，拼多多与京东也加入直播领域，但是目前完成度并不高，仍处在萌芽阶段。模式多参照淘系直播，拼多多直播主要靠商家主导，没有单独的流量入口，而京东有单独的流量入口给予直播。相比之下，团队比淘宝年轻，产品价格低廉，更容易通过直播出货。目前，一位主播的同时在线人数大约在几十个人的水平。后续计划给出首页金刚位的设计形式运作起来。

今年 5 月 27 日，京东零售集团与快手科技达成战略合作。通过快手直播购买京东自营商品将不需要跳转，京东与快手将发挥各自在供应链与下沉用户的优势，在快手小店的供应链能力打造、品牌营销和数据能力共建等方面展开深入合作，共同打造短视频直播电商新生态。今年 618 期间，部分快手达人直播带货的商品将来自京东自营。2017 年的 618，京东凭借流量优势迎来了第一阶段发展的顶峰，这次与快手的战略合作布局下沉市场，外有快手引流的加持，将有望提高转化率，再次腾飞。

5、微信直播

微信通过小程序的方式进军直播领域，自今年 2 月份微信直播小程序公测以来，商户数量及成交额规模增势迅猛。根据 5 月 22 日微信公开课发布的《小程序直播进展简报》，4 月开通小程序的直播商家与下单用户规模环比分别提升 90% 和 220%，单个直播间最高被分享了 20 万次，商家日均直播时长环比增长 2 倍，5 月 1 日当日直播时长近 5000 小时。目前，直播间内可以发放针对特定产品或者产品组合的单品券和通用的全场券。主播可向当前在直播间内的粉丝发放优惠券并且可同时限定优惠券的数量，粉丝邀请好友进入直播间后，分享者和被分享者出现领券画面，点击屏幕即可领取，整个过程实现引流裂变。

凭借着社交属性强、便于快速开发、转化率高独特优势，自有小程序帮助商家实现直播活动和销售的闭环。依托于中国目前拥有 11.5 亿 MAU 的最大社交平台，微信将为其带来海量流量支持，可以最大化融入微信本身的社交和内容生态。微信直播可将直播粉丝轻松引入主播的微信里，更容易建立密切联系，形成私域流量池，有效规避淘宝直播目前面临的不能加分引流的难题。在现在公域流量获客成本越发高昂的当下，微信直播先入私域流量，未

来将更加值得重视。

除了庞大的用户基础，流程在商家小程序内完全闭环，直播带来的所有流量即所有访问、互动及交易都沉淀在商家自有的微信小程序中，无需跳转其他小程序及APP，提升下单转化率，也有利于商家长期运营。目前用户群体中大多数是线下过来的用户，微信直播上的用户画像显示出针对价格敏感度低、年纪偏大等特征。微信属于私域，不像公域容易察觉并且引入新的流量，所以微信直播的价值主要在于如何种草和实现强转化。

除了需要流量之外，提升用户的转化留存率也是增强直播带货核心竞争力的主力。随着电商平台不断开拓营销新形式，对线下门店的冲击也日益严重，线下运营成本不断攀升的同时引流表现也频遇障碍。小程序直播加强线上线下一体化融合，线上内容集中呈现，线下门店发挥本地服务优势，实现私域流量的运营与有效变现，使上述问题迎刃而解。运营商把握红利期，纷纷加入微信直播。目前所知，早已在腾讯直播做了星期六的线下用户运营的遥望网络，今年也会在腾讯和拼多多平台上直播。腾讯帝国与DAU已超4亿规模的微信小程序为其背书，微信直播将成为下一个流量抢夺地，未来增长空间广阔。

图表 28 微信直播小程序页面



资料来源：微信公开课、华创证券

（三）品牌方——控货与产品优势，直播带货未来的主流参与者

对于品牌方而言，直播带货打掉了中间代理商的环节，加快销货的周转率和资金回笼，这的确匹配他们的当前第一诉求。品牌商主动出货意愿很强，因此由 MCN 机构主动出击的供应链整合能力还未显现。但是，预计这一波库存销货之后，MCN 机构迟早需要建立很好的选品能力才能形成独有的竞争实力。

1、品牌方的盘货代理商——TP

商家需要在繁多的平台流量产品中，找到合适的方式分发流量。但是，许多品牌方，例如侧重电商渠道品牌的快消品与美妆、新进中国的外国品牌，由于很难懂得流量的运营但又想快速抢占市场，选择将店铺的运营及营销工作外包给第三方代运营商，由其帮助品牌对接电商平台和实现产品销售。因此，电商代运营的模式应运而生，比如壹网壹创、丽人丽妆等，第三方代运营商通过买卖差价或者收取服务费实现盈利。

目前的主要盘代理商按照代理的品类主要分为综合性和垂直型。综合型公司以宝尊电商为主，起步较早，加上阿里巴巴作为大股东的背景，代运营服务横跨很多品类。垂直型公司为大部分 TP 的状态——专注于某一个垂直品类，通过积累品类数据，强化自身在该垂直领域的代运营能力。从而进一步扩大自身在该领域的市场份额。

图表 29 垂直品类主要 TP 梳理

TP	品类	公司情况
丽人丽妆	化妆品	2020 年 A 股上市
杭州悠可	化妆品	青岛金王收购
广州青木	箱包	注册资本 100 万
百秋电商	箱包	歌丽思收购
优壹电商	食品健康	跨境通拟收购
若羽臣	母婴	朗姿股份投资
佛山小冰火人	家电	德美化工投资
乐汇电商	饮料	2016 年新三板挂牌，2019 年总营收实现 2.3 亿元，净利润实现 1116.80 万元
凯诘电商	箱包服饰等零售业	创始人来自联合利华
水羊国际	化妆品	创始人来自强生

资料来源：抖音官网、华创证券

图表 30 代运营服务商信息整理

代运营服务商	成立时间	主要品牌名称	线上平台
壹网壹创	2012	百雀羚	天猫、唯品会、小红书、蘑菇街、品牌官网
		欧珀莱	
		艾杜纱	
		美肤宝	
		佰草集	
		泡泡玛特	

代运营服务商	成立时间	主要品牌名称	线上平台
		佳洁士	
		梦妆	
		OLAY	
丽人丽妆	2007	美宝莲	天猫、亚马逊、小红书、拼多多
		兰蔻	
		汉高	
		兰芝	
		雪花秀	
		雅漾	
		芙丽芳丝	
		相宜本草	
		巴黎欧莱雅	
		雪肌精	
宝尊电商	2007	自然美	天猫、京东、社交电商、品牌官网
		松下电器	
		NBA 旗舰店	
		DR.WU	
		GODIVA	
		POLA	
		飞利浦	
		匡威	
		ZARA	
		法国理肤泉	
		EVE LOM	

资料来源：公司官网、华创证券整理

三、直播带货的商业逻辑：流量池与商品池的配适。产业链中的哪一段有希望成长为优质赛道？

我们认为，网红或者主播实际上是对传统快消品广告+渠道的瓦解，本质上是流量池与商品池的高效适配。因此，流量平台是产业链的核心，作为交易发生的主要场所，直播电商的前世今生实质上反应的是流量洼地的更迭，平台作为流量的最大承接方与规则的制定方，享有最大的议价能力。只是几大流量平台更多的目标是流量的星辰大海而非短期盈利，因此，目前处于直播带货 GMV 的市场争夺期。抖音、快手、淘宝、微信等平台迅速的侵占了中心化传统电商平台的市场份额，但是从效率来看，流量转化效率与商家营销效率双双低于中心电商平台。我们判断，目前对于几大核心平台还处于直播电商的培育期以及 GMV 的争夺期，尤其是抖音和快手两大短视频平台，处于电商履约能力的积累期，将专注于供应链、品控、售后、物流等电商基本模型的建设时期，短期内将专注于闭环的建设，用户购物心智的培育阶段。难以挑战中心化电商平台，但是将开辟新的购物场景以及大体量增量市场。

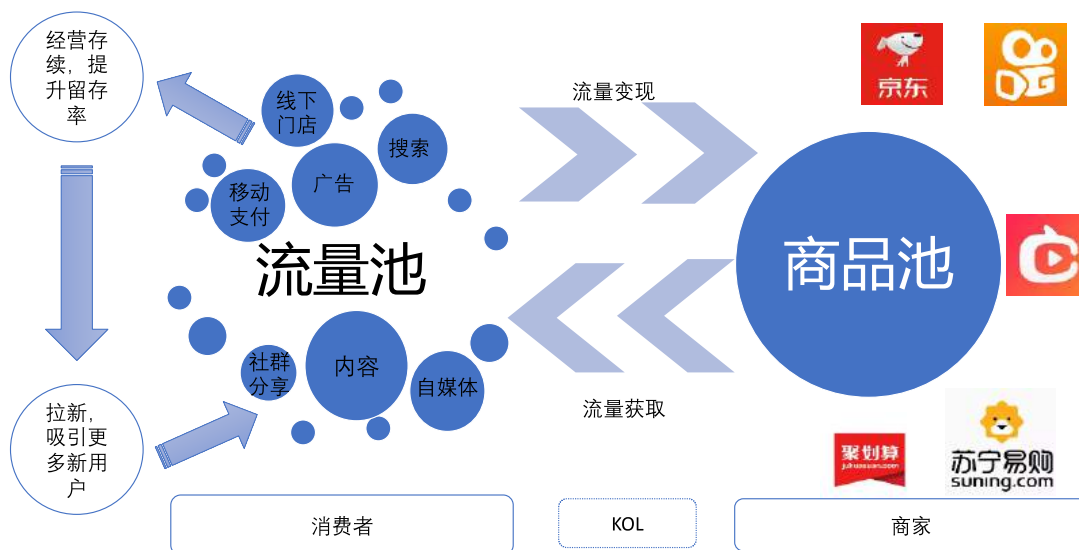
（一）直播带货商业逻辑梳理

网红实际上是对传统快消品广告+渠道的瓦解，本质上是流量池与商品池的高效适配。从产业链机会来看，主要呈现两大趋势

一是从流量切入，站在流量池角度整合供应链，去进行商品的整合。以掌握了矩阵化网红的 MCN 公司为主，矩阵化网红形成稳定的流量池，以流量池为切入进行商品招商。同时这类公司具有选品的 BD 团队，目前品牌商存货积压的销货动力很强，选品话语权在 MCN 机构的 BD 团队。强势的流量池可以对品牌公司产生足够议价，跟品牌形成沟通，拿到更多的授权。

二是从商品切入，站在商品池的角度整合流量端，对接 MCN 机构，给他们做供应链的赋能。以一些中小品牌自身或者大体量的盘货商为主，当 TP 甚至是经销商有了一定的背货能力，可以凭借对商品的了解，对价格的掌控，反向整合流量池。

图表 31 流量池与商品池高效适配



资料来源：华创证券整理

（二）从商家营销效率（货币化率）看各方盈利能力

淘宝直播、快手与抖音已成为中国直播领域最火爆的三大流量基地，针对不同带货模式也有不同的佣金政策及比例分成。我们按照平台的闭环程度不同，将带货模式分为纯带货模式（导流至淘宝）、纯带货（导流到电商）、纯带货（自闭环）。三种带货模式下，商家营销效率（使用指标表示为平台货币化率/抽成比例，以 100 元 GMV 商品为基准）均低于中心化电商平台，中心化电商平台平均货币化率低于直播带货货币化率。前三种模式下，快手平均货币化率 6%-10%，抖音平均货币化率 0.6%-10%。而阿里巴巴 2019 年平均货币化率为 3.5%，拼多多为 2.8%。

因此，我们认为，直播带货更类似于品效合一的营销方式，而非单纯的销售渠道。在产业链受益上，有选品和控货能力的 MCN 机构，有整合流量池能力的控货方，会成为获利最深厚的两方。

1、纯带货模式——导流至淘宝平台的 CPS 结算方式

阿里对于淘系内部抽成比例较快手和抖音平台引流少 5%，淘宝直播抽取 2%，而快手、抖音抽取 7.4%；之后淘宝直播与快手平台再抽取 4%与 6.30%作为平台抽成，而抖音不参与抽成。最后，MCN 和主播后续在三个平台抽成比例相同，分别是 7%、3.15%以及 6.30%。

图表 32 导流至淘宝平台 CPS 结算方式（假设 GMV 为 100 元，佣金率 20%）

参与方	淘宝直播	快手	抖音
阿里妈妈抽成	2%	7.40%	7.40%
直播平台抽成	4%	6.30%	0.00%
MCN	7%	3.15%	6.30%
主播	7%	3.15%	6.30%

资料来源：各方平台官网、华创证券

2、纯带货模式——从内容平台引流到电商平台

各家结算方式也不尽相同。快手对于拼多多和有赞都设置了佣金比例达 10%以上的带货门槛。拼多多、有赞与京东电商平台对于从快手引流的成交额抽佣接近 10%，而快手内部的小店魔筷星选则免除本环节的佣金费；最后一环，快手对于引流至拼多多、有赞、魔筷星选及京东的成交额收取 5%、50%不等的佣金。抖音与快手不同，佣金政策相对友好，对于电商、主播来说带货成本相对低廉。对任何平台无带货佣金的要求，并且对于电商平台对于抖音引流过来的成交额也只扣除占比 0%-10%不等的佣金，抖音自身抽佣比例也控制在 10%以下。

图表 33 对于导流至其他平台的交易（假设 GMV 为 100 元，佣金率 20%）

内容平台	电商平台	电商平台抽佣比例	快手/抖音抽佣比例
快手	拼多多	2%	10%
	有赞	2%	10%
	京东	2%	/
抖音	网易考拉/唯品会	0	2%
	京东	0-2%	2%

资料来源：各方平台官网、华创证券

3、纯带货模式——内容平台实现自我闭环

快手和抖音目前致力于进行流量的闭环，因此，对于快手内部的小店魔筷星选则免除本环节的佣金费，只收取 GMV 中 5%的平台服务费。

图表 34 快手抖音平台自我闭环（假设 GMV 为 100 元，免佣金费）

内容平台	电商平台	快手/抖音抽佣比例
快手	魔筷星选/快手小店	5%
抖音	抖音小店	0.6%-10%不等

资料来源：各方平台官网、华创证券

四、他山之石：美国直播电商发展的可能性探讨

（一）美国流量平台 Youtube 和 Facebook 一统天下，广告商业模式强势，电商缺乏土壤

近年来，国内地区的直播行业持续向上的发展趋势、体量的交易规模、以及不断刷新的商业价值，早已成为全球直播行业的新大陆。即使直播文化起源于海外的 Youtube，但主要以广告分成为主要商业模式。

YouTube 垄断美国 PCG、UCG 生态。2013 年活跃用户过 10 亿，2019 年 5 月 MAU 已达 20 亿，按 2019 年上半年全球 44.2 亿网民计算，渗透率约 44.2%（因访问限制，若去除中国大陆地区 8.3 亿网民，渗透率 55.7%）。美国所有的 MCN 公司共用同一个平台——Youtube。回顾美国 MCN 的整个成长史，Youtube 对 MCN 经历了“孵化-散养-收割”的过程。Youtube 是全球最大视频流媒体网站，从 UGC 起步，逐步拓展 PUGC、PGC 模式，构建成熟内容创作生态与商业闭环，月活用户超过 20 亿。在美国，MCN 的历史最早可追溯于 2007 年 Youtube 推出的合作伙伴计划（Youtube Partner Program）。直至 2011 年，在加入合作伙伴计划后，内容创作者可以选择是否签订 MCN 协议。即使 MCN 公司不隶属于 Youtube 和其母公司 Google，但可以为旗下创作者提供资金支持、创作培训、交叉推广、合作伙伴管理、数字版权管理，以及受众开发等多方面支持。这类 MCN 公司的出现，很大程度上激发了 Youtube 上网红产业的发展，有代表性的 MCN 公司包括：Maker Studios，AwesomenessTV 等。

图表 35 YouTube 订阅频道排行榜

排名	频道	订阅数（亿）	频道 MCN	语言	类型
1	T-series	1.31	T-series	印地语	音乐
2	PewDiePie	1.03	暂无	英语	娱乐
3	Cocomelon-NurseryRhymes	0.75	Fullscreen	英语	教育
4	SET India	0.66	SET	印地语	娱乐
5	5-Minute Crafts	0.65	Channel Frederator	英语	知识
6	Canal KondZilla	0.56	ONErpm	葡萄牙语	音乐
7	WWE	0.55	WWE	英语	体育
8	Justin Bieber	0.52	暂无	英语	娱乐
9	Zee Music Company	0.51	Zee Music Company	印地语	音乐
10	Dude Perfect	0.49	暂无	英语	体育

资料来源：YouTube 官网、华创证券，数据截止 2020 年 3 月

伴随着 MCN 经济的兴起和平台变大，Youtube 的政策是愈发苛刻。2014 年，Youtube 经过多年培育，推出 Google Preferred 项目，锁定 TOP 5% 内容主的广告库存，和品牌直接撮合，给优质内容主更高的 CPM 价格。Youtube 绕开 MCN 给优质内容的博主直接对接资源，加速头部内容主脱离低附加值的 MCN。也就是说，现如今拥有 1.26 亿订阅数的 Youtube，作为平台方直接垄断最头部的优质流量。

图表 36 youtube MCN 发展史



资料来源: Youtube 官网, 华创证券

图表 37 2018 年全美前十 MCN 排行榜

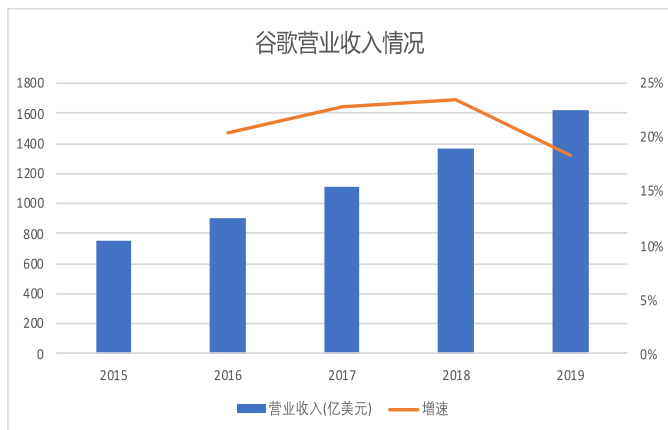
2018 年全美前十 MCN 排行榜	
1	Mediacube
2	VidGnex
3	Freedom
4	Zoomin
5	FilmSection
6	Machinima
7	HashTag
8	Zoonix
9	Full Screen
10	Tansely

资料来源: eMarketer, 华创证券, 数据截止 2020 年 3 月

美国 MCN 主要以广告分成为主要收入。如果切割开 Youtube 的产业链, Youtube 这么做是挑出了最肥的一块, 而 MCN 其实是拿走了最瘦的一块。Youtube 在 2007 年推出的“合作伙伴计划”里面规定: 过去的 12 个月里, 若频道的内容公开观看时间超过 4000 小时且订阅人数超过 1000 人, 便可以申请成为 YouTube 合作伙伴。在利润方面, 一旦该频道盈利, YouTube 的母公司谷歌会从广告播放及视频订阅收益中抽取 45% 的利润。在这个基础上, 再来跟 MCN 和内容制作者拆账, 这个利润空间就变得更加小了。根据 YouTube 营收数据显示, 19Q1 是谷歌自 15 年以来增速最慢的一个季度, 营收同比增长 17%, 而占比 86% 的广告营收增速低至 15.3%。季报公布后, 谷歌跌去千亿美金, 颓势持续至今。总体来讲, 美国的 MCN 分成来源单一, 利润空间薄, 运营成本重, 成了其商业模式失灵的致命原因。

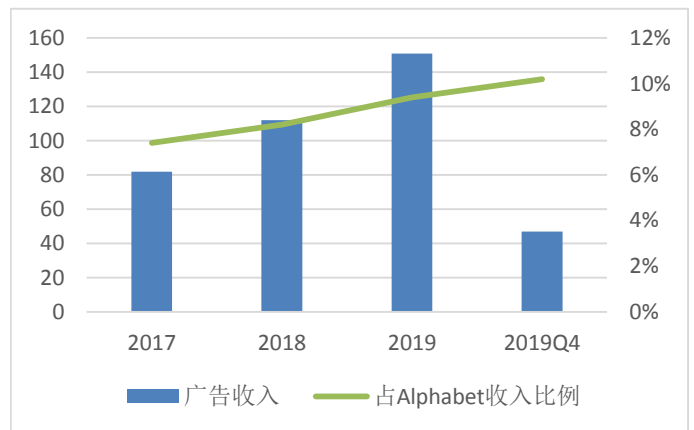
YouTube 广告收入增长迅速, 2019 年占 Alphabet 总收入比例接近 10%。YouTube 主要收入来自广告, 2019 年广告收入 151 亿美元 (+30.8%), 对比美国电视广告总支出 703 亿美元, YouTube 广告收入已占其 21.5%。YouTube 广告收入, 2017~2019 年增速保持 35% 以上。根据 Alphabet 公告, 受益广告形式与投放方式改进, 及广告客户支出增加, YouTube 平台商业价值持续提升, 品牌广告与效果广告均有贡献。

图表 38 2015-2019 年度谷歌营收情况



资料来源: Wind、华创证券

图表 39 YouTube 广告收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、华创证券

反观国内，中国 MCN 很少靠广告分成的模式，内容质量则是决定分成的重要依据。相比于美国的广告一统天下，中国直播平台与 MCN 一起探索出了‘直播带货’的创新模式，跻身于世界领先地位。由于美国没有直播销售的商业模式造成了其‘优先起步，缓慢发展’的态势。关于直播带货，造成中美差异的主要原因有三，分别是源于竞争环境、供应链和电商环境这三方面的差异。

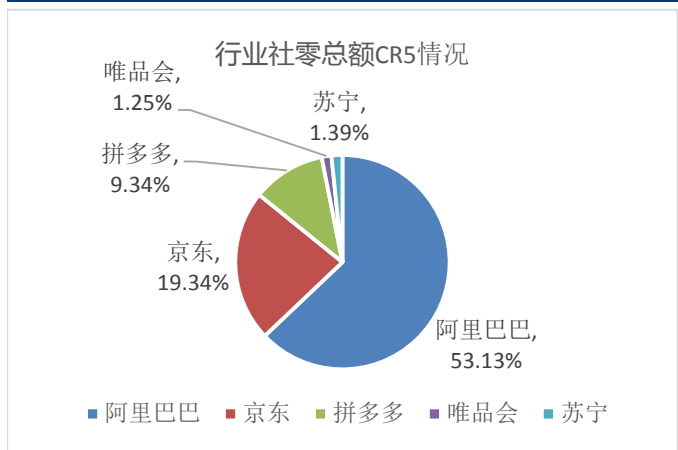
1. 竞争环境：美国缺少独立电商平台，亚马逊一统天下

美国现阶段不存在类似于阿里巴巴的第三方电商平台。亚马逊平台通过建立完善的供应链，来完成产品供销的快速反应，在美国市场上一统天下。在美国，亚马逊的竞争对手不仅是同行业类的其他电商平台，更多的是像沃尔玛这样的线下零售巨头。2017 年，亚马逊收购了市值 137 亿美元的著名连锁超市 Whole Foods，正式进入了实体零售业，此次收购是亚马逊将线上销售模式转向线上线下全渠道销售的新型经营方式的重要尝试，同时亚马逊预计将在未来 10 年在美国开设超过 2000 家的线下生鲜超市。在电商平台向实体零售市场的侵蚀下，线下零售巨头沃尔玛也开始向线上销售转型，近年来，沃尔玛相继收购了 Jet.com, Hayneedle.com, Shoes.com, Moosejaw, and Modcloth.com 等网购平台，从而进入电商圈。此外，沃尔玛还提供了线上下单、线下提货的方式，将店内业务和在线业务结合在一起，以期吸引更多用户。到 2017 年，沃尔玛已成为继亚马逊之后美国第二大电商。

2. 供应链：美国相对集中，中国拼多多成为长尾供应的一枝独秀

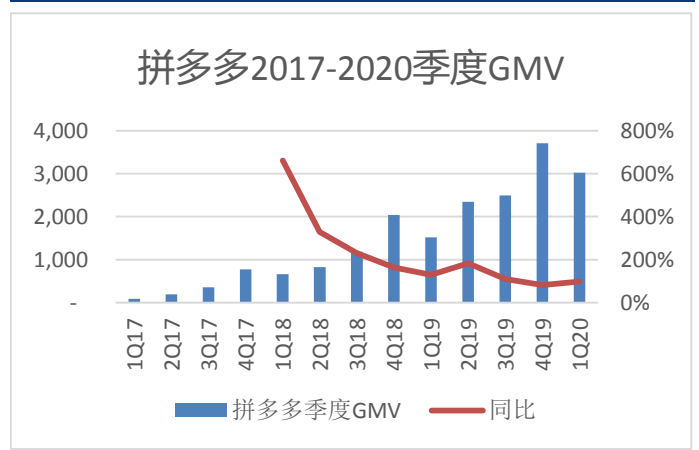
在中国，电商崛起以及渠道扁平化带来快消品经营模式的变化，使中国的消费品供应链需满足不同消费群体对于商品的个性化追求。通俗来讲，成功企业的供应链能够中国市场上不同的消费者终端拉动下，掌握客户的需求维度，制定细分。越来越多的电商开始对上游制造赋能，利用自己积累的数据，反馈 C 端需求与消费升级趋势，切入上通过直连工厂，实现“工厂到消费者”。因此，中国的电商依靠丰富的供应链，并且推动上游制造的发展，向成本优势发力的同时为消费者提供高性价比和个性化的商品。美国大消费品行业供应链相对集中，冗余的、长尾的供应链较少。

图表 40 行业社会零售总额 CR5



资料来源：公司公告、华创证券整理

图表 41 拼多多 2017-2020 年季度 GMV

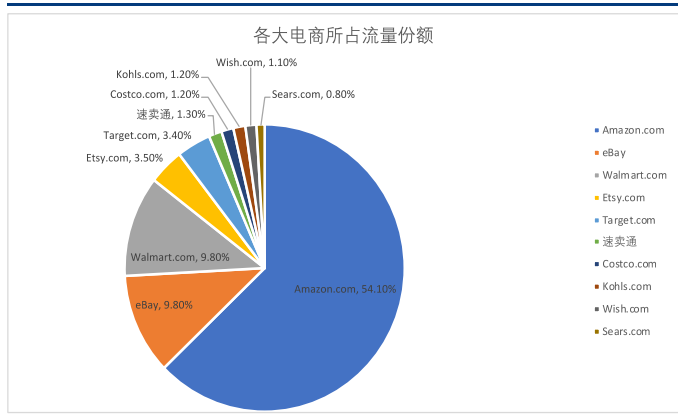


资料来源：公司公告、华创证券

3. 电商环境：美国品牌自建电商，专注于垂直深耕式开发与提升

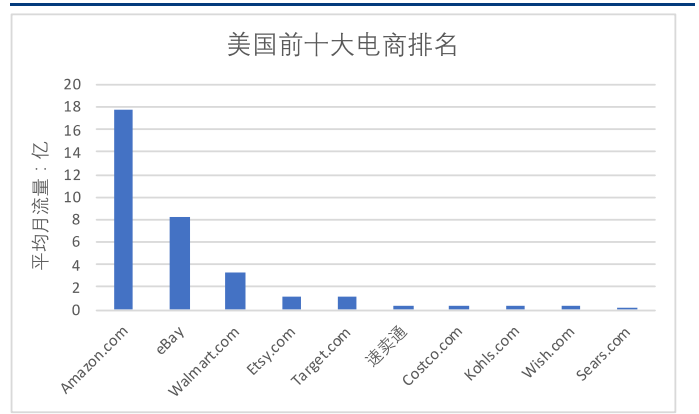
美国作为最早引领在线购物市场的国家，引领并创造了影响全球电子商务的趋势。美国在互联网和电子商务领域的主导地位来自海内外数以亿计的庞大互联网用户、富裕人群以及依赖网上购物的习惯。鉴于在线购物市场的发达程度，电商企业之间的竞争激烈程度逐年上升。虽然亚马逊和 eBay 等大型平台占据了主导地位，但传统的实体分销商仍在设法抢占市场份额，例如梅西百货、塔吉特 (Target) 等。同时美国电商环境显现的第二大特征是：大部分电商专注于在特定消费品领域发展垂直深耕式的提升，提供行业内的全方位领先服务，比如易集 (Etsy) 专注于手工或复古产品和独特的工厂制造产品。

图表 42 各大电商所占流量份额



资料来源：Similar Web、华创证券

图表 43 美国前十大电商排名



资料来源：Similar Web 华创证券

在美国实体品牌店选择自建电商。而与美国不同的是，无论海内外知名品牌还是小众本土品牌和创新品牌多选择依托于国内第三方电商平台入驻官方旗舰店，同时与移动购物、短视频等不同类型平台合作，通过网红直播推销等方式提高品牌知名度，拓展销售渠道，进而逐渐形成直播带货的营销体系。

（二）巨头纷纷入场社交电商，美国红人带货尚处于 1.0 时代

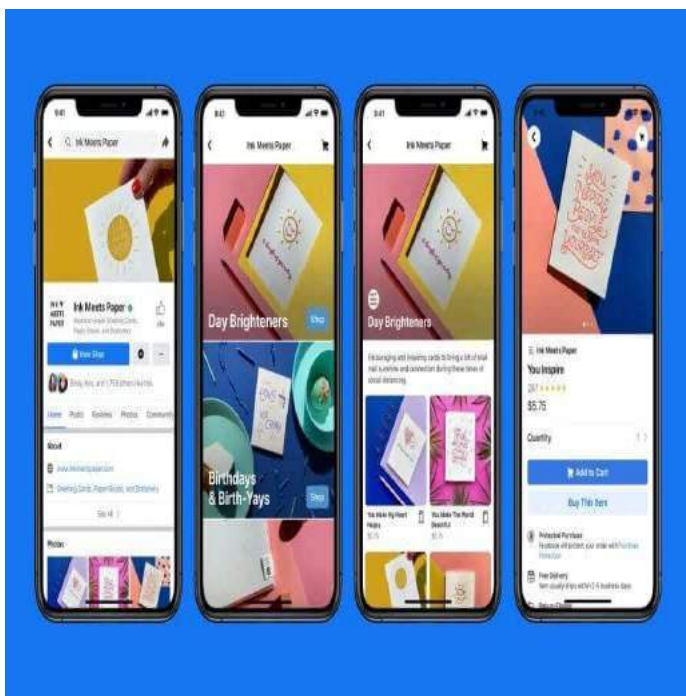
1、YouTube 带货潜力大，在美国、英国、日本、印度等市场，已成为品牌触达目标受众的重要渠道。

以美国为例，仅 YouTube 移动端，可触达人群（18-49 岁）比任何美国电视网还多，YouTube 20 亿 MAU 中，超过 55% 用户在 Google 搜索产品，之后在 YouTube 上寻找更多相关信息，超过 40% 的用户购买在 YouTube 上发现的产品。YouTube 成为网红带货主阵地，为网红达人与品牌商提供对接服务 FameBit。YouTube 2018 年推出多项卖货相关新功能与服务，在视频页面下方增加一栏类似于商店货架的商品信息，便于用户直接跳转至购物网站购买博主推荐商品；与商品定制平台 Teespring 合作，针对订阅数超过 10 万的 YouTuber（YouTube 创作者）推出制作专属周边，如 T 恤、手机保护壳等超 20 种产品。Google 2016 年 10 月收购视频营销平台 FameBit，品牌商（多数是小公司）可通过 FameBit 对网红发出邀约，帮助中小型网红与品牌找到适合的合作机会。YouTube 通过融合 Google ARCore 技术，在线试妆助力直播带货。品牌与美妆博主合作，视频种草后激发粉丝购物欲，YouTube 支持用户边看美妆博主直播试色，同时自己能够在线试色，构建“广告—体验—销售”直通流程，在视频种草的同时，及时满足消费者需求。雅诗兰黛旗下 M.A.C. 与 YouTube 视频营销平台 FameBit 合作，使用 ARCore 技术，让客户在线体验不同口红色号。法国彩妆品牌 NARS 运用 ARCore 技术，目前已触达美国、英国、加拿大、澳大利亚的 2,000 多万用户，且 24 种主打口红色号中，用户平均试用超过 16 种，总计试用次数超过 50 万次。

2、Facebook Shop

为了帮助缓解疫情对企业造成的影响，Facebook 在 2020 年 5 月推出了‘Facebook Shops’，为所有企业提供一个简易和本地化的一站式推广营销的电商平台。商店入口直接呈现在 Facebook 的页面上，品牌所有者可以选择想要进行售卖的产品，或者上传最多 30 个产品的集合，通过定制商铺的形式展示。插件商城中的工具完全免费，但 Facebook 会在每笔交易中抽取一小部分的佣金。客户将能够直接在 app 中浏览、收藏或订购产品，不止在 Facebook，企业可以通过脸书公司全软件与客户就 Facebook Shop 平台中的产品交易进行沟通，比如在 Instagram 的导航栏上的购物标签。同时，Facebook 在开发视频购物功能，帮助企业实现在线“直播带货”，且电子商务平台最终将整合 Facebook 的人工智能技术、增强 AR 功能，使购物体验个性化。Facebook shop 在广告推荐上早就已经是熟门熟路了，通过社交网络精准地推荐商品，巧妙融合 Facebook 全家族社交软件与自身的广告属性优势开启欧美电商直播的新时代。

图表 44 Facebook Shop 推广



资料来源：36 氪、华创证券

图表 45 FacebookShop 实时购物功能



资料来源：36 氪、华创证券

图表 46 FacebookShop 支付账单查询

近期交易 PayPal交易记录		
2020年4月6日	付款, 来自 Helen Slaughter 已完成	\$ 31.91 USD
2020年4月6日	退款, 来自 elizabeth miyenda 已完成	\$ 15.00 USD
2020年4月6日	付款, 给 elizabeth miyenda 已退款	-\$ 15.00 USD
2020年4月6日	撤销, 到 Stephanie Seaman 已完成	-\$ 100.90 USD
2020年4月6日	付款, 给 Zoho Corporation Pte. Ltd. 已完成	-\$ 12.00 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Hayley Kincaid 已完成	\$ 59.97 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Khanh Mai 已冻结	\$ 226.88 USD
2020年4月6日	撤销, 到 Alexander stjohn 已完成	-\$ 76.96 USD
2020年4月6日	购物, 来自 fiverr.com 已完成	-\$ 52.50 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Jason Lester 已完成	\$ 66.95 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Britnia Bramel 已完成	\$ 54.95 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Virginia Sartain 已冻结	\$ 26.95 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Amanda Holman 已完成	\$ 51.94 USD
2020年4月6日	付款, 来自 Jamie Buckner 已完成	\$ 54.95 USD
2020年4月6日	撤销, 到 Michael Myles 已完成	-\$ 54.95 USD

资料来源：36 氪、华创证券

五、建议关注

投资建议上，把握产业链上三条主线：

直播电商平台重点关注阿里巴巴、拼多多、京东、快手、抖音等；

MCN 机构与品牌控货方迎来利好时期：关注华扬联众、壹网壹创、星期六等；

SaaS 等第三方服务商：关注中国有赞、微盟集团等。

（一）直播平台：阿里巴巴、京东、拼多多、快手、字节跳动

2019 年是电商直播的元年。2020 年随着 5G 时代的到来，电商直播平台共同引领 2020 年的互联网流量与内容分发格局，激发产业链能量。

阿里巴巴：

淘宝在国内最先发力直播带货，2019 年已经实现每月带货达到 100 万的直播间超过 400 个。淘宝发展趋势是电商平台内容化，而抖音和快手是内容平台电商化。淘宝作为头部电商平台，在直播间引 KOL 入驻，借助新渠道构筑消费新场景。目前淘宝直播在直播领域的市场份额超过 60%，2019 年全年 GMV 突破 2000 亿元，其中双十一当天直播 GMV 突破 200 亿元；淘宝直播平台活跃的专业主播数量在迅猛增长，2019 年淘宝直播已积累 4 亿用户，177 位主播年度 GMV 破亿。相对于其他直播，淘宝直播的比较优势不光在于涉猎的产品范畴是最大的、内容多元化，能够渗透不同的、孵化新的产业，最主要的是，淘宝直播培育了大量的头腰部专业主播，并且给予以李佳琦、薇娅为首的头部 KOL 更多的流量支持进而实现外部引流。在未来的发展趋势中，淘宝或将直接受益于下沉市场的崛起、外部新流量引入、直播受众持续扩大和私域流量购买转化率的提高。而随着明星、PGC 机构进入淘宝直播，带来更多流量与提升转化率的契机。

阿里巴巴做为电商行业龙头，GMV 市占超过 50%。目前现金流充裕，在手现金 3519 亿元。同时 19 年 Q4 自由现金流大幅增长。伴随着电商行业的复苏，当将首先迎来较强反弹。虽然在后疫情时代受到了来自拼多多、直播电商等平台的多重挑战，下半年面临市占巩固以及本地生活领域美团的竞争，但我们坚信，作为电商行业龙头，阿里巴巴具备极强的盈利能力以及最稳定的商业变现模型，同时新零售、云计算、支付、文娱等各个领域强势布局，阿里生态具备极高的竞争壁垒。

阿里巴巴的现在：中国零售行业具备极强的规模效应，并且再次享受下沉市场电商红利。全球第三大互联网广告平台。以广告交易平台视角审视阿里，将其经营策略拆解为广告主、转化率和广告位三个维度的强化和拓展，是理解阿里众多业务布局的内在逻辑。

阿里巴巴的未来：从金融到物流再到云计算，阿里全方位重构商业基础设施，阿里巴巴中台战略是底层护城河。

拼多多：

直播电商在整体业务逻辑与用户场景上，符合拼多多以“货”为核心的逻辑。对于拼多多来说，直播电商并未带来过大的流量成本，唯一需要考虑的是给商家运营带来额外的负担。作为追求增量 GMV 的拼多多来说，我们认为更愿意将直播电商作为增量的辅助渠道。

拼多多有可能超越的：依靠挖掘微信活跃用户，拼多多活跃买家有潜力突破 10 亿，突破阿里淘系天花板，将电商平台用户带上新台阶，目前微信活跃用户超过 11 亿。同时借力微信直播，更多的将微信内的直播用户进行沉淀。

我们重申核心观点：拼多多目前还将长期处于 GMV 积累的过程，盈利拐点暂时还未可见。预计拼多多 GMV2020-2022 年三年 CAGR 为 30%。主要驱动因素为活跃买家的新增与复购率的提升。从营收来看，拼多多目前仍然在高速的增长阶段，尤其作为去中心化的流量分发平台，佣金收入短期不会提升。因此，整体货币化率提升空

间不大，则营收增速与 GMV 增速直接相关。以货币化率 2.8%左右计算，2020-2022 年三年营收 CAGR 32%。

京东：

京东与快手展开战略合作，双方在品类、用户上都可产生互补，而快手丰富的流量将弥补京东前端流量运营的短板。快手直播的流量导入将有助于京东 1P 业务的强劲增长，整体品类向毛利率更高的 1P 业务扩展，1P 业务提供了足够厚的安全垫，物流逐渐发挥经营杠杆。营业利润持续改善源于各项成本的摊薄，履约费用下降，物流更好的产生了杠杆。

字节跳动：

抖音虽然入局较晚，但是对比快手和淘宝在内容质量上有潜在优势。目前以秀场直播为主，电商直播门槛较高，在抖音带货的主播需要注重短视频内容优质且与产品类息息相关。作为头条系的一员，抖音的算法更侧重于用户内容匹配，精准推送内容与分发广告。因此，在抖音，拥有优质的 KOL 针对性种草效果明显，多引流淘宝完成交易，逐渐形成“出圈”，最后通过“淘宝拔草”完成闭环。18 年上线抖音小店，通过内容叠加电商的方式驱动电商直播业务，尤其帮助中小企业或者小型店家引流，带来更多曝光量，也形成内容到消费的闭环。“重算法机制”导致主播难以建立较大私域流量池，用户粘性低等问题，在抖音成为头部主播的难度更大，所以之前抖音缺少现象级红人。抖音持续在电商平台加码，签约罗永浩并且于今年 4 月 1 日正式上线，通过罗永浩自带的流量实现“破圈”，为平台引入更多新流量。未来更多手持红人主播资源的 MCN 将纷纷入驻抖音，抢占多平台多渠道的资源。

6 月 18 日，抖音已经宣布自建电商体系，未来抖音电商有可能成长为匹敌拼多多的电商巨头。

快手：

目前短视频平台呈现两强争霸格局，字节系与快手领先优势明显，但快手在直播方面的布局相较于抖音更早。2019 年双十一直播结束当晚天猫快手官方账号粉丝超过 200 万，成为阿里在快手人气第一的官方账号。快手直播年带货量级约数百亿，仅次于淘宝直播，是内容平台探索直播带货模式的重大惊喜。截止 2020 年春节，快手 DAU 超过 3 亿，凭借庞大的用户基数成为全国最大的直播平台。快手也培养出了许多头部带货主播，比如日销过亿的辛有志。核心用户来自三线以下城市，与抖音形成了差异化的用户格局，以其特有的“老铁”文化不断进行业务拓展。主播与货物都更“接地气”，基数大、门槛低且机会均等的模式使快手上的直播带货极具地域和产业特色，“甩榜”等特色玩法别具一格。同时，在流量的机制上，不同于抖音流量的集中，快手流量相对分散，属于典型的去中心化平台，中腰部和长尾主播具备较高的对私域流量的掌控能力，粉丝和主播或者内容创作者的信任关系具有强粘性，有利于进一步提升转化率。快手直播卖货的大部分流量导向淘宝成交，少部分流量导向魔筷星选、有赞成交，较少部分导向快手自营商品成交。而电商成为快手私域流量变现的最直接方式，快手电商多点开花，独特社交链路与平台氛围有望重构“人-货-场”场景。

（二）MCN 与控货方

星期六

公司目前主要发展服装鞋类和互联网广告业务。早期以女鞋业务起家，2015 年受电商行业冲击，转型布局互联网广告营销，并于 2018 年收购遥望网络。遥望网络目前主要发展互联网广告投放和互联网代理业务，2018 年下半年开始涉足直播电商，签约王祖蓝等明星以及孵化李宣卓等 96 位明星和主播，丰富流量变现等方式，在行业内有领袖作用。借助直播电商的爆发增长，带货后 GMV 节节攀升，成为快手、抖音等平台上的头部 MCN 机构。公司取得欧诗漫等品牌的指定平台经营权，与一叶子等品牌签订短视频渠道独家经销合作。旗下高人气主播瑜大公子在今年 6 月 7 日快手 616 品质购物节的全明星美妆卖货专场中直播成交超 5100 万。2019 年和 2020 年第一季度遥望分别实现带货 GMV2.1 亿元、1.52 亿元，直播流量变现是未来业绩增长的驱动力。

公司 2019 年业绩表现亮眼，主要是由于 3 月遥望网络并表带动收入显著增长，全年整体营收实现 20.91 亿元，同比增长 36.57%，归母净利润为 1.50 亿元，同比增长 1581.96%；其中，互联网广告业务营收为 8.54 亿元，占比为 40.84%，该业务毛利率为 39.96%。

壹网壹创

壹网壹创成立于 2012 年 4 月，专注于快速消费品垂直领域的电子商务服务提供商，致力于成为中国服务能力名列前茅的领军服务运营商。2019 年 9 月，公司成功上市深交所，上市前公司主要深耕美妆品牌代运营，上市后开始横行品类与纵向品牌的拓展。公司作为品牌方的重要战略合作伙伴，从品牌线上营销、品牌线上管理、线上分校、内容服务、售前售后服务、自有的仓储物流系统等为品牌提供全链路服务，帮助各品牌方选择的一种或者多种服务组合提升知名度与市场份额。目前公司已与宝洁集团、强生(中国)百雀羚集团、美国伊丽莎白雅顿公司、日本资生堂集团、韩国爱茉莉太平洋集团等世界五百强、国内知名企业合作并开展了长期、深入的电子商务合作。

公司 2019 年实现全年总营收 14.51 亿元，同比增长 43.25%，归母净利润为 2.19 亿元，同比增长 37.41%。2020 年 6 月公司以现金支付方式收购浙江上佰 51% 股权，通过注入家电新版图实现品类拓展。公司作为代运营行业龙头，数据优势助力精准营销，实现精准引流。纵向持续接入佰草集等新品牌，加强线上服务方面的竞争力。通过收购上佰、注入泡泡玛特，实现向多元品类横行拓展。打开京东渠道，引入新流量，进一步带动转化率突破。同时，公司享受电商直播爆发、下沉市场渗透率不断攀升等其他多重红利，以及后疫情经济复苏时期叠加电商“造节运动”，有望驱动业绩增长。

华扬联众

公司专注于为客户提供互联网综合营销服务，公司整合旗下品牌营销服务、品牌代运营以及影视节目三大优势业务板块提供全渠道营销服务。公司盈利能力强劲，2020 年一季度实现营收 21.50 亿元，承压疫情等因素，同比增长 0.52%，归母净利润实现 1277.12 万元，同比增长 3231.06%，得益于 2019 年公司对电商代运营业务模式调整实现业务结构优化，借助于公司在全球市场的战略部署，全力推进高附加值的全链代运营服务，迅速提升相关业务规模。随着高毛利率电商代运营业务占比提升，竞争优势有望进一步凸显。

（三）第三方 SAAS 服务商

中国有赞

中国有赞主要从事零售科技服务，作为中国领先的 SaaS 服务商，为商家在快手等去中心化平台开展电商业务提供科技服务支持。目前，公司旗下拥有有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞小程序、有赞学院等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”PaaS 云服务，面向品牌商的有赞推广、有赞分销，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务。2020 年第一季度公司业绩好于预期，亏损收窄，服务商家的 GMV 增至 208 亿，同比增长 119%，本季度新增商家数量接近 14000 家，同比增长 83.9%，商家服务业务营收规模为 10 亿元，总营收为 11.74 亿元，同比增长 99.43%。2020 年公司公告披露关联交易，认购基于微信小程序电商平台——爱逛的 10% 股份。未来随着不断加码私域直播、更多商家跻身直播带货的行列、变现能力的不断加强以及自身产业生态的构建，公司有望亏损收窄，业绩保持增长态势。

微盟

微盟作为微信小程序第一服务商，SAAS 与精准营销双轮驱动。以智慧零售、餐饮等 SAAS 产品为战略核心，SAAS 业务盈利持续改善，迎来收获期。精准营销与 SAAS 产品配合，优化服务效果。主要投放对象是腾讯平台、知乎、百度，也在加深与今日头条的合作。

随着电商中心平台流量成本高企，电商加速分化。微信、快手等对社交流量日益开放，流量从中心化大平台化，向私域化扩展，中小商户开始着力于私域流量的沉淀。微信小程序的交易规模 19 年年度交易规模已经超过 8000 亿人

民币，同比 2018 年增长 160%。微盟作为企业第三方服务商，私域流量与线下向线下的大规模转型推动 SAAS 业务效率提升。

六、风险提示

疫情反复，宏观经济承压、电商行业竞争加剧、电商法趋严。

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500